

PRIVATE DEBT – ALTERNATYWNE ŹRÓDŁA FINANSOWANIA

W ostatnich latach nastąpił dynamiczny rozwój transakcji private debt jako alternatywnej formy pozyskiwania przez spółki finansowania od inwestorów instytucjonalnych oraz finansowych.

WPROWADZENIE

Private debt jest dynamicznie rozwijającym się segmentem finansowań dłużnych udzielanych przez inwestorów nie będących bankami. Wśród alternatywnych pożyczkodawców (zwanych *direct lenders*) udzielających finansowania dłużnego w formie private debt najczęściej spotykamy takie podmioty jak: wyspecjalizowane fundusze inwestycyjne (*ang. credit fund specialists*), dłużne ramiona funduszy *private equity*, firmy zarządzające aktywami (*ang. asset management firms*), fundusze emerytalne i ubezpieczeniowe, tzw. hedge funds oraz fundusze inwestujące w aktywa w trudnej sytuacji finansowej (*ang. distressed lenders*).

Finansowania private debt zaczęły pojawiać się na dużą skalę na rynkach finansowych w USA oraz w Europie po kryzysie finansowym 2008 roku. Światowy krajobraz ekonomiczny od momentu wychodzenia z kryzysu finansowego zaczął cechować się niskimi stopami procentowymi oraz coraz bardziej uciążliwymi wymogami kapitałowymi i regulacyjnymi wobec banków, co walnie przyczyniło się do zmniejszenia przez nie akcji kredytowej. W konsekwencji znaczna część podmiotów gospodarczych obejmująca średnie przedsiębiorstwa (tzw. *mid market*), ale również duże przedsiębiorstwa bez ratingu finansowego typu "investment grade" lub z branż uważanych przez podmioty z sektora bankowego za "ryzykowne", znalazły się w sytuacji, w której dostęp do finansowania bankowego został dla nich zamknięty lub mocno ograniczony. W tym samym czasie niskie stopy zwrotu na rynkach kapitałowych w połączeniu z nadmiarem gotówki skłoniły inwestorów instytucjonalnych do otwarcia się na alternatywne w stosunku do rynków kapitałowych "okazje inwestycyjne" oraz wejście na rynek finansowań lewarowanych i korporacyjnych. W ten sposób wykształcił się nowy produkt finansowy – private debt. Od tamtej pory private debt rozwija się bardzo dynamicznie na całym świecie a *direct lenders* wchodzą ze swoją ofertą dłużną na kolejne rynki europejskie. Private debt stał się bezsprzecznie jednym z najgorętszych tematów inwestycyjnych ostatnich lat.

RODZAJE FINANSOWANIA DOSTĘPNE W RAMACH PRIVATE DEBT

W ramach finansowania private debt przeważa finansowanie w formie pożyczek oraz obligacji, ale spotykamy się również z transakcjami typu CLO (*ang. collateralised debt obligation*). Alternatywni pożyczkodawcy najchętniej finansują: akwizycje, refinansowania korporacyjne, rozwój organiczny spółek oraz sytuacje wymagające finansowania ratunkowego (*tzw. distressed/special purpose financing*).

W ramach oferowanych produktów możemy wyróżnić szerokie spektrum instrumentów dłużnych takich jak: finansowania senioralne (w tym lewarowane senioralne), finansowania podporządkowane strukturalnie lub umownie – finansowania typu second lien, mezzanine (PIK) oraz holdco financing, jak również finansowania hybrydowe typu unitranche.

Finansowanie akwizycji/refinansowanie korporacyjne	Rozwój organiczny	Finansowanie ratunkowe (<i>tzw. distressed/special purpose financing</i>)
<ul style="list-style-type: none"> • Senioralne • Second Lien • Mezzanine (w tym PIK) • Unitranche 	<ul style="list-style-type: none"> • Holdco • Senioralne • Second Lien • Mezzanine (w tym PIK) • Unitranche 	<ul style="list-style-type: none"> • Holdco • Mezzanine (w tym PIK)

GŁÓWNE CECHY FINANSOWANIA PRIVATE DEBT

Transakcje private debt stają się coraz bardziej popularne na rynkach europejskich ze względu nie tylko na dostępność kapitału poza rynkiem bankowym i rynkiem kapitałowym, ale również na wiele cech samego produktu, które są atrakcyjne dla znacznego grona pożyczkobiorców. W gronie podmiotów korzystających z private debt są fundusze private equity finansujące akwizycje. Zwyczajowo instrumenty private debt pozwalają zapewnić funduszom private equity większą elastyczność w prowadzeniu swoich inwestycji niż byłoby to możliwe gdyby finansowanie akwizycyjne zostało udzielone przez banki. Jako główne cechy wyróżniające finansowanie private debt możemy wskazać:

- **Szybkość i sprawność procesu kredytowego/inwestycyjnego:** relatywnie szybszy w stosunku do finansowania bankowego (w szczególności finansowania syndykowanego) proces uzyskania zgód inwestycyjnych po stronie pożyczkodawcy oraz dostęp do osób podejmujących decyzje inwestycyjne;
- **Elastyczność:** możliwość indywidualnego negocjowania warunków transakcji, zazwyczaj tylko z jednym inwestorem; konsekwencją jest większa możliwość "uszcicia transakcji na miarę";

- **Innowacyjne rozwiązania**: finansowanie hybrydowe typu unitranche, holdco financing lub finansowanie konwertowalne na kapitał (np. poprzez użycie warrantów subskrypcyjnych);
- **Większa swoboda i mniej restrykcji w prowadzeniu biznesu**: często wyłącznie tzw. incurrence covenants (kovenanty finansowe występujące w instrumentach rynku "high-yield" testowane wyłącznie w przypadku podejmowania przez pożyczkodawcę określonych czynności, np. dokonywanie akwizycji lub dokonywanie dystrybucji); często brak tzw. maintenance covenants (klasyczne kovenanty finansowe testowane okresowo) oraz inne warunki bardziej elastyczne w porównaniu do finansowania bankowego; jednocześnie należy zauważyć, że elastyczność ma również swoją cenę i finansowanie private debt jest zwyczajowo droższe od finansowania bankowego;

Alternatywni pożyczkodawcy, ale także i pożyczkobiorcy, wskazują również na dostępność tego typu finansowania dla podmiotów, które z różnych względów (np. zbyt mała skala biznesu – rynek mid-market) mają utrudniony dostęp do finansowania bankowego lub nie osiągnęły skali wymaganej do uzyskania dostępu do dłużnych rynków kapitałowych np. w celu emisji obligacji "high-yield".

PRIVATE DEBT W POLSCE I OTOCZENIE PRAWNE

W ostatnim czasie ze względu na swoją atrakcyjność transakcje private debt stają się również coraz bardziej popularne na rynku polskim. Aktywność w zakresie finansowania private debt na rodzimym rynku finansowym przejawiają nie tylko inwestorzy krajowi, ale również inwestorzy europejscy specjalizujący się w tego typu transakcjach na rynkach międzynarodowych.

W związku z tym, że private debt jest produktem relatywnie młodym, przy tego typu finansowaniach w każdej jurysdykcji pojawiają się istotne kwestie prawne, które wymagają analizy i odpowiedniego uregulowania na etapie strukturyzacji transakcji. Nie inaczej jest w przypadku alternatywnego finansowania w formie private debt w Polsce. Do podstawowych kwestii prawnych, które podlegać powinny analizie w przypadku tego typu transakcji w Polsce należą:

- **kwestie regulacyjne**: w związku z faktem, iż rynek produktów private debt jest rynkiem młodym i dynamicznie się rozwijającym nie tylko w Polsce, ale także w wielu innych państwach europejskich, istnieją kwestie natury regulacyjnej, które należy rozważyć przed rozpoczęciem danej transakcji; pogłębionej analizie wymagać będą w szczególności kwestie związane z dopuszczalnością i ewentualnymi warunkami udzielania finansowania przez niebankowe podmioty krajowe lub podmioty zagraniczne chcące działać transgranicznie;
- **kwestie podatkowe**: w odniesieniu do inwestorów zagranicznych istotna będzie również kwestia potencjalnego "podatku u źródła" (*withholding tax*) i ściśle związane z nią wymogi dotyczące uprawnionego właściciela (*beneficial owner*) oraz nowe zasady poboru podatku u źródła (tzw. *pay&refund mechanism*), które powinny być wzięte pod uwagę w kontekście finansowań transgranicznych;
- **odsetki maksymalne**: uzgadniając warunki finansowe transakcji należy bezwzględnie wziąć pod uwagę przepisy kodeksu cywilnego dotyczące

odsetek maksymalnych – w przypadku zastrzeżenia w umowie odsetek przekraczających odsetki maksymalne pożyczkodawcy należeć się będą wyłącznie odsetki maksymalne, nawet jeśli strony poddadzą dokumentację finansową właściwości prawa obcego; przy czym warto również wskazać, że przepisy dotyczące odsetek maksymalnych nie będą mieć zastosowania do finansowania w formie obligacji oraz do finansowania udzielanego w formie pożyczki do spółki matki z siedzibą poza Polską (w takim wypadku konieczna będzie analiza metod tzw. *debt pushdown*, czyli mechanizmów umożliwiających przekazanie środków do spółek operacyjnych na terenie Polski oraz późniejszą obsługę długu na poziomie spółki matki);

- **kapitalizacja odsetek:** w przypadku finansowań podporządkowanych, które bardzo często zawierają zapisy dotyczące tzw. *PIK interest* (czyli kapitalizacji odsetek) albo tzw. "*PIK toggle*" (uprawnienie pożyczkobiorcy to zmiany pomiędzy płatnością a kapitalizacją odsetek w trakcie obowiązywania umowy pożyczki/kredytu), konieczne będzie wzięcie pod uwagę specyficznych dla prawa polskiego ograniczeń dotyczących kapitalizacji odsetek;
- **zabezpieczenie transakcji:** do rozważenia na etapie wstępnych warunków transakcji (*term sheet*) będzie również kwestia pakietu zabezpieczenia transakcji dostępnego dla pożyczkodawcy. Przykładowo, wyłącznie podmiot będący w gronie instytucji enumeratywnie wymienionych w ustawie z dnia 2 kwietnia 2004 roku o niektórych zabezpieczeniach finansowych może być beneficjentem zastawu finansowego.

PODSUMOWANIE

Spodziewamy się, że transakcje *private debt* będą stawały się co raz bardziej popularne na polskim rynku finansowym. Świadczy o tym zarówno rosnąca liczba polskich inwestorów wchodzących na rynek "*direct lending*" oraz obserwowane przez nas coraz większe zainteresowanie inwestorów europejskich udzielających alternatywnych form finansowania na rynkach zagranicznych wejściem na rynek polski. Znaczenie w szybkim rozwoju "*direct lending*" w Polsce będzie mieć także rosnąca w polskich spółkach i grupach kapitałowych świadomość dostępności finansowania poza rynkiem bankowym w formie *private debt*.

Jednocześnie w związku z tym, że *private debt* jest produktem młodym i cały czas rozwijającym się, w każdym przypadku konieczna będzie uważna analiza zagadnień prawnych (w szczególności regulacyjnych oraz podatkowych), które w wielu miejscach mogą okazać się niedostosowane do potrzeb rynku i nowego produktu *private debt*.

AUTORZY

Andrzej Stosio
Partner

T +48 22 627 11 77
E andrzej.stosio
@cliffordchance.com

Anna Biała
Counsel

T +48 22 627 11 77
E anna.biala
@cliffordchance.com

Kacper Bardan
Legal Adviser

T +48 22 627 11 77
E kacper.bardan
@cliffordchance.com

Niniejsza publikacja nie omawia wszystkich istotnych zagadnień i nie obejmuje wszystkich aspektów przedstawionych zagadnień. Niniejsza publikacja nie stanowi porady prawnej ani żadnej innej porady.

www.cliffordchance.com

Norway House, ul. Lwowska 19, 00-660
Warsaw, Poland

© Clifford Chance 2021

Clifford Chance, Janicka, Krużewski,
Namiotkiewicz i wspólnicy spółka
komandytowa

Abu Dhabi • Amsterdam • Barcelona • Beijing •
Brussels • Bucharest • Casablanca • Delhi •
Dubai • Düsseldorf • Frankfurt • Hong Kong •
Istanbul • London • Luxembourg • Madrid •
Milan • Moscow • Munich • Newcastle • New
York • Paris • Perth • Prague • Rome • São
Paulo • Seoul • Shanghai • Singapore •
Sydney • Tokyo • Warsaw • Washington, D.C.

Clifford Chance has a co-operation agreement
with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm
in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship
with Redcliffe Partners in Ukraine.